

**AZIONI** Negli ultimi due anni Piazza Affari e la borsa di Madrid sono state le migliori in assoluto. Ma il recupero non si è completato e i due listini presentano ancora multipli al di sotto della media storica

# Rimonta solo parziale

di **Oliviero Lenci**  
e **Silvio Olivero\***

Il secondo anniversario del «whatever it takes», l'ormai celebre monito con cui Mario Draghi salvò l'euro da una fine tanto temuta quanto ingloriosa, offre lo spunto per alcune considerazioni sull'andamento dei mercati finanziari negli ultimi due anni e sulle prospettive per i mesi a venire. È certo che quelle tre parole abbiano dato un contributo decisivo ai buoni rialzi realizzati dai mercati azionari e obbligazionari a far corso dal 26 luglio del 2012 e che, come era logico attendersi, questi siano stati più intensi in Europa e soprattutto nella sua periferia.

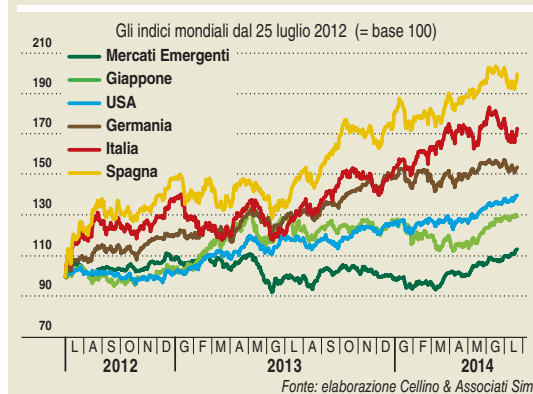
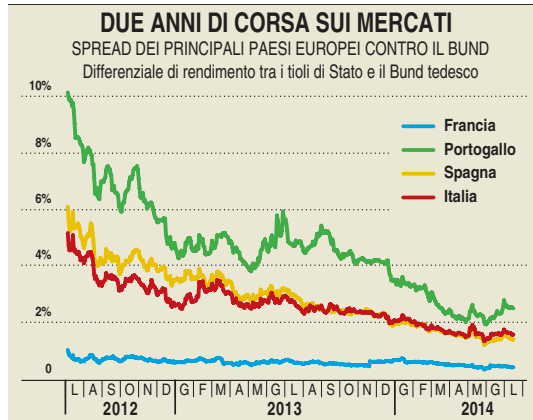
Il grafico in pagina, riferito ai mercati azionari, evidenzia quanto detto: negli ultimi due anni, fra i mercati presi in considerazione, il podio è totalmente occupato da quelli europei, con il primo e secondo posto appannaggio, rispettivamente, della Spagna e dell'Italia. La tabella, riferita alle medesime aree geografiche, ha invece per oggetto la performance dei titoli di Stato e mostra una realtà molto simile a quella osservata in ambito azionario.

**Tale impetuoso ritorno di interesse** per i mercati dell'Eurozona è dipeso dal fatto che, pur non dichiarandolo esplicitamente, Mario Draghi, promettendo acquisti potenzialmente illimitati di titoli di Stato, aveva trasformato la Bce in quel prestatore di ultima istanza che gli investitori da molto tempo stavano chiedendo a gran voce e in assenza del quale, probabilmente, avrebbero abbandonato la moneta unica.

Due le imprese straordinarie compiute da Draghi in quell'occasione: la prima, consistita nel realizzare, con i pochi strumenti lasciati a disposizione dai rigoristi nordici, un dispositivo credibile di difesa dell'euro; la seconda, consistita nel comunicarlo al mondo con la giusta enfasi, massimizzando così l'impatto positivo della novità.

Inventiva e capacità di comunicazione, del resto, sono virtù di cui Draghi ha dato prova anche dopo quel giorno e grazie alle quali, nella quasi totale assenza di iniziative della politica europea, oggi si può ancora sperare in un futuro per la moneta unica. La crisi dell'Eurozona, infatti, è di tipo strutturale e le iniziative della banca centrale, anche qualora con il beneplacito della Germania divenissero più aggressive, possono solo lenirne gli effetti, ma non possono risolverla.

Dunque, il rimbalzo dei mercati di questi due anni non si è fondato sull'idea che l'impulso della Bce sia stato risoluti-



RENDIMENTO IN EURO DEI TITOLI DI STATO NEGLI ULTIMI DUE ANNI  
Indici Citigroup e Barclays.  
Rendimento dal 26 luglio 2012

◆ Spagna	41,55%
◆ Italia	36,23%
◆ Germania	3,55%
◆ Mercati Emergenti	-0,50%
◆ Usa	-10,88%
◆ Giappone	-28,21%

RAPPORTO PREZZO/UTILI DI ALCUNI MERCATI AZIONARI INTERNAZIONALI  
Utili rettificati per il ciclo economico

◆ Italia	11,0
◆ Spagna	12,4
◆ Regno Unito	12,8
◆ Francia	14,7
◆ Germania	18,2
◆ Svizzera	21,5
◆ Giappone	25,6
◆ Usa	26,0

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: elaborazioni Cellino e Associati SIM su dati FactSet e Shiller

vo, ma piuttosto sulla fiducia che, grazie a esso e agli altri che presumibilmente verranno ancora in futuro, la politica europea ritrovi la volontà per realizzare la profezia che Romano Prodi molti anni fa formulò con parole che oggi fanno discutere: «Sono sicuro che l'euro ci obbligherà a introdurre un nuovo set di strumenti di politica economica. È politicamente impossibile introdurli ora. Ma un giorno ci sarà una crisi e nuovi strumenti saranno creati».

Oggi è chiaro a tutti di quali strumenti si debba dotare l'Eurozona per poter funzionare: in primis l'unione fiscale fra i Paesi membri, che ricomponga definitivamente la frammentazione del sistema finanziario europeo, ma anche le riforme strutturali, con le quali i Paesi mediterranei devono raggiungere il livello di

competitività di quelli nordici. Se queste riforme saranno realizzate, i mercati smentiranno il direttore generale del Fondo Monetario Internazionale, Christine Lagarde, che li ha recentemente definiti «un po' troppo ottimisti» sulle prospettive dell'economia europea. Diversamente, se la politica non si muoverà, quello della signora Lagarde sarà ricordato come un tragico eufemismo.

L'idea è che i mercati abbiano ragione, se non altro perché la strada di integrazione su cui si è avviata l'Eurozona ha come unica alternativa il baratro, e la politica europea, che di questo dovrebbe essere cosciente, non potrà che adoperarsi per evitarlo. A questo proposito, grandi speranze si sono concentrate sul semestre italiano alla presidenza dell'Unione Europea, ma, come noto, per il momento le istanze rappresentate dal Presidente del Consiglio sono state accolte tiepidamente.

**Peraltro, si può parlare di vero e proprio ottimismo sull'Europa solo guardando ad alcuni dei mercati azionari dei Paesi core:** non si osserva infatti particolare euforia nelle quotazioni espresse da quelli periferici, ancora fortemente segnati dai crolli del 2008-2012 che, solo in parte, sono stati recuperati del successivo biennio di rialzi. L'altra tabella in pagina propone il rapporto prezzo/utiles rettificato per il ciclo economico calcolato per alcuni mercati azionari: tale indicatore, molto più stabile e significativo del multiplo ordinario, poiché calcolato ponendo al denominatore una media degli utili degli ultimi dieci anni, evidenzia come Italia e Spagna, sebbene ridotti da un biennio di rialzi, non abbiano nemmeno ancora raggiunto la soglia della corretta valutazione, normalmente individuata in prossimità del valore di 15. Il mercato francese appare correttamente valutato e solamente quello tedesco evidenzia un certo grado di ottimismo, sia pur decisamente inferiore a quello espresso da altri mercati ben più cari.

In altre parole, a due anni dall'intervento di Mario Draghi, i mercati europei, pur corroborati dall'azione del presidente della Bce, stanno ancora aspettando un segno risolutivo dalla politica per abbandonarsi a quell'ottimismo che è invece già assai diffuso altrove. (riproduzione riservata)

\* presidente e responsabile ufficio studi  
Cellino e Associati sim